中国：银行 2015 年 08 月 14 日

投资建议：

买入 (维持评级)

目标价隐含涨/跌幅：25.6%

日期 2015/08/13

收盘价	RMB12.57
十二个月目标价	RMB15.8
前次目标价	RMB17.10
上海 A 股指数	4,143.1

信息更新：

- 8 月 13 日平安银行公布 2015 年上半年业绩。
- 尽管 2015 年上半年净利润基本符合本中心预期，但该行不良贷款率远高于预期，主要因信用卡业务加速增长。

本中心观点：

- 虽然平安银行资产质量恶化，但我们仍对其未来前景持乐观态度。我们看好该行多项业务加速转型，并预计未来三年该行将保持两位数的盈利增长。

公司简介：平安银行提供一系列商业银行服务，包括存贷款、国际/国内结算、贴现、外汇交易、信用证及银行担保等。

股价相对上海 **A** 股指数表现

市值 (A 股)	US$28,111.0 百万元
三个月平均日成交量 (A)	US$400.3 百万元
股份总数 (百万股) (A)	14,308.7
流通股比例 (A)	82.5%
大股东；持股比率	中国平安保险集团, 49.56%

财务展望 (每股/元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
收益	1.06	1.38	1.73	2.12
增长率 (%)	13.6	30.0	24.8	22.9
市盈率 (倍)	6.6	9.1	7.3	5.9
拨备前利润	3.27	3.61	4.09	5.62
市价对拨备前利润(倍)	3.8	3.5	3.1	2.2
净值	13.67	11.62	11.22	12.83
市净率(倍)	0.9	1.4	1.1	1.0
股利	0.09	0.14	0.17	0.18
股利收益率 (%)	1.3	1.4	1.4	1.4
平均总资产收益率 (%)	0.9	1.0	1.0	1.1
平均净资产收益率(%)	15.5	16.2	16.8	17.6

报告分析师：

元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱 家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

李梦旸

+86 21 6187 3836 erinlee1221@yuanta.com

平安银行 (000001 CH)

2015 年上半年业绩喜忧参半；不良贷款增幅高于预期

请点此参与今年 AsiaMoney 票选，将您宝贵的一票投给元大！

重申买入评级，但下调目标价以反映对资产质量的担忧: 8 月 13 日平安银行公布 2015 年上半年净利润同比增长 15.0%，较本中心预期高 3.2%。然而，其不良贷款率环比/同比增加 15/30 个基点至 1.32%，较本中心预期高 7 个基点。我们预计下半年平安银行将提高不良贷款拨备，为反映该影响，我们将 2015 年盈利预估下调 1.3%，同时将本中心隐含净资产收益率-增长率模型中的长期合理价值市净率从 1.5 倍调低至 1.4 倍。因此，本中心目标价下调至人民币 15.8 元，对应 2015 年预期市净率 1.41 倍，目前股价对应市净率 1.12 倍，隐含 25%的上涨空间。

不良贷款增长高于预期主要由该行信用卡业务迅猛发展所致，信用卡业务应收账款大幅攀升，半年环比增加 21%，占应收账款总额的比重上扬（2015 年上半年为 10.46%，高于 2014 年底的 10.04%）。今年上半年信用卡业务的不良贷款率为 3.22%，半年环比提高 45 个基点。平安银行已采取措施消化不良贷款，例如提高信用卡发行门槛及加快账款催收等，但我们认为这些措施发挥作用仍需时间。

非利息及利息收入均稳健增长: 净息差和净利差同比增加 25/21 个基点至 2.57%/2.71%。得益于生息资产增长，净利息收入同比上升 26.7%。手续费和佣金收入同比攀升 76.6%，主要因投行、托管、理财及结算业务快速发展。我们预计平安银行将继续受益于来自母公司的客户迁移及协同效应，并全面推进业务创新。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

股票估值

本中心估值系基于合理市净率估值模型和三阶段股利折现率模型计算而得，终期截至 2022 年 12 月 31 日。

- **权益成本(Ke)**

  我们采用中国 10 年期国债收益率 3.56%作为无风险利率，采用年几何平均贝塔值 0.82 和风险溢价 2.36%，从而得出权益成本为 5.5%。

基于本中心 2015-22 年预期，这两种估值方法得出结果如下：

图 1：股利折现率模型

	人民币	权重(%)	备注
预测期股利	0.47	3.12	2015-17 年预期平均盈利增长率 = 22.30%,股利分配率 = 8.65%
第二阶段股利	0.91	6.03	2018-22 年预期平均盈利增长率 = 14.61%,股利分配率 = 6.81%
永续价值	13.73	90.84	盈利增长率 = 4%
合理现值(PFV)	15.11		折现至 2015 年 6 月
每股合理价值 – 人民币	15.94		12 个月目标合理价值

资料来源：公司资料，元大

- **合理市净率模型**

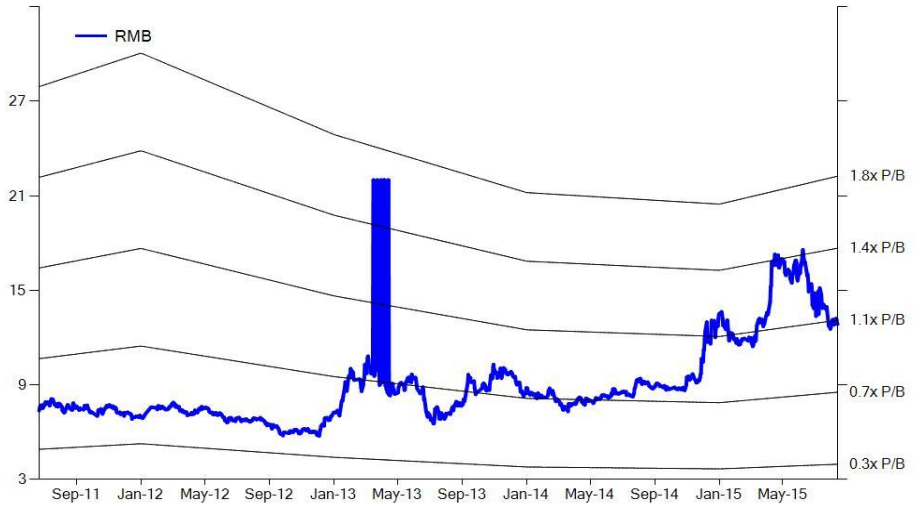
  我们预期平安银行长期净资产收益率为 6.1%。本中心目标市净率计算方法为 P/B = (ROE – g) ÷ (Ke – g)，其中 g=4%，Ke（权益成本）=5.5%，得出 2016 年 6 月的目标价为人民币 15.66 元。

- **目标价人民币 15.8 元，隐含 1.41 倍市净率**

  我们将市净率和股利折现率估值简单平均，得出平安银行目标价为人民币 15.8 元，隐含市净率 1.41 倍。

- **盈利预估调整**：2015 年上半年平安银行不良贷款率环比/同比上升 15/30 个基点至 1.32%，较本中心预估高出 7 个基点。我们预计 2015 年下半年平安银行不良贷款拨备将提高 1.1%，挤占部分盈利，因此我们将 2015 年盈利预估下调 1.3%，将隐含净资产收益率–增长模型中的长期合理价值市净率由 1.5 倍下调至 1.4 倍。相应地，我们将该股目标价由前次的人民币 17.1 元下调至人民币 15.8 元。

图 2：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
现金及等价	219,347	229,924	306,298	367,558	441,069
央行及同业资产	94,295	71,914	66,969	62,281	57,921
交易性 投资	186,473	271,692	178,636	187,568	206,325
可供出售到期投资	266,602	259,075	331,059	377,241	427,753
客户贷款总额	708,262	832,127	1,003,637	1,184,292	1,421,150
其他资产	139,191	262,113	375,225	482,176	606,081
生息资产	1,467,346	1,629,628	1,811,234	2,083,718	2,433,745
加权风险资产	7,216,178	9,065,631	10,852,619	11,720,829	12,892,911
总资产	1,606,537	1,891,741	2,186,459	2,565,894	3,039,825
客户存款	1,021,108	1,217,002	1,533,183	1,947,142	2,433,928
同业负债	455,607	511,735	424,324	357,123	304,215
债券	2,675	6,606	6,921	7,347	7,886
其他负债	42,349	44,317	91,082	93,769	110,252
计息负债	1,479,389	1,735,343	1,964,428	2,311,612	2,746,029
总负债	1,521,738	1,779,660	2,055,510	2,405,381	2,856,281
母公司股东权益	84,799	112,081	132,800	160,513	183,544
每股净值 (RMB)	16.55	13.67	11.62	11.22	12.83
期末股数 (百万股)	5,123.4	8,197.4	11,424.9	14,308.7	14,308.7

数据源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	33,035	40,688	53,046	70,807	95,397
非利息收入	7,705	12,546	23,344	29,026	39,379
营业收入	39,749	52,189	73,407	99,834	134,775
营业支出	(19,076)	(25,344)	(32,150)	(41,269)	(54,390)
拨备前利润	20,672	26,845	41,257	58,564	80,385
贷款减值损失	(3,131)	(6,890)	(15,011)	(25,700)	(39,366)
营业利润	17,542	19,955	26,246	32,865	41,019
税前利润	17,551	20,040	26,194	32,879	41,035
所得税费用	(4,040)	(4,809)	(6,392)	(8,310)	(10,802)
属少数股东净利润	(108)	0	0	0	0
属母公司股东净利润	13,403	15,231	19,802	24,569	30,232
红利	871	1,312	1,988	2,432	2,576
每股收益 (RMB)	0.94	1.06	1.38	1.73	2.12
有效税率 (%)	23.0	24.0	24.4	25.3	26.3
每股股利 (RMB)	0.06	0.09	0.14	0.17	0.18
分红比例 (%)	6.5	8.6	10.0	9.9	8.5

数据源：公司资料、元大

杜邦分析

至 12 月 31 日 (占平均资产比重)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
利息净收入	2.31	2.33	2.60	2.98	3.40
非利息收入	0.54	0.72	1.14	1.22	1.40
营业收入	2.78	2.98	3.60	4.20	4.81
营业支出	(1.33)	(1.45)	(1.58)	(1.74)	(1.94)
拨备前利润	1.44	1.53	2.02	2.46	2.87
资产减值损失	(0.22)	(0.39)	(0.74)	(1.08)	(1.40)
营业利润	1.22	1.14	1.29	1.38	1.46
业外项目	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	1.23	1.15	1.28	1.38	1.46
所得税费用	(0.28)	(0.27)	(0.31)	(0.35)	(0.39)
属少数股东及首选股股利	(0.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产收益率 (%)	0.94	0.87	0.97	1.03	1.08
杠杆倍数 (倍)	18.12	17.77	16.65	16.20	16.29
净资产收益率 (%)	16.95	15.47	16.17	16.75	17.57

数据源：公司资料、元大

增长动能

至 12 月 31 日(%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
存款增长率	20.01	19.18	25.98	27.00	25.00
放款增长率	16.09	17.49	20.61	18.00	20.00
净利息收益率	2.64	2.63	3.08	3.64	4.22
净利息收入增长率	30.63	23.17	30.37	33.48	34.73
手续费收入增长率	56.12	82.76	66.20	25.31	47.71
非利息收入增长率	52.83	62.82	86.07	24.34	35.67
非利息收入比营业收入	19.39	24.04	31.80	29.07	29.22
营业收入增长率	34.09	31.30	40.66	36.00	35.00
成本收入比	47.99	48.56	43.80	41.34	40.36
营业支出增长率	32.83	32.86	26.85	28.36	31.79
拨备前利润增长率	35.28	29.86	53.69	41.95	37.26
贷款减值损失/平均贷款总额	0.47	0.89	1.64	2.35	3.02
资产减值损失/平均生息资产	0.25	0.44	0.87	1.32	1.74
营业利润增长率	33.58	13.76	31.53	25.22	24.81
净利润增长率 (属母公司股东)	30.40	13.64	30.01	24.77	22.87
每股收益增长率	30.40	13.64	30.01	24.77	22.87
每股股利增长率	N.A.	50.59	51.57	23.05	5.73

数据源：公司资料、元大

资本、资产品质及流动性

至 12 月 31 日(%)	2012A	2013A	2014A	2015F	2016F
核心资本充足率	8.59	8.56	8.07	7.47	6.12
资本充足率	11.37	9.90	10.29	9.74	8.38
不良贷款率	0.97	0.91	1.05	1.01	0.89
拨备覆盖率	1.82	2.01	2.01	2.20	2.47
贷存款比例	69.36	68.38	65.46	60.82	58.39
贷款净额/总资产	44.09	43.99	45.90	46.16	46.75
交易性 投资/总资产	11.61	14.36	8.17	7.31	6.79
可供出售到期投资/总资产	16.59	13.70	15.14	14.70	14.07
客户存款/总资产	63.56	64.33	70.12	75.89	80.07
同业负债/总资产	28.36	27.05	19.41	13.92	10.01
债券/总资产	0.17	0.35	0.32	0.29	0.26
母公司股东权益/总资产	5.28	5.92	6.07	6.26	6.04

数据源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

平安银行 (000001 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势

#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2015/07/17	13.60	17.10	17.10	买入	元大研究部
2	2015/08/14	12.57	15.80	15.80	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg，元大

注：A =依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价； C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	189	44%
持有-超越同业	104	24%
持有-落后同业	65	15%
卖出	12	3%
评估中	55	13%
限制评级	6	1%
总计：	**431**	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有–超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有–落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料來源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意見及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a–6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏悫道 18 号
海富中心 1 座 23 楼